

CDM 收入未入帐导致业绩低于预期

公司 2009 年三季度报点评

报告关键点：

- 📖 三季度盈利低于预期
- 📖 中化重组预期依然存在
- 📖 维持买入-A投资评级

报告摘要：

- 三季度出现亏损：公司三季度单季度亏损4516万元，合每股收益-0.081元，1~9月份合并实现净利润1697万元，合每股收益0.03元。三季度业绩下滑的主要原因是CDM的收入未能及时获得联合国签发。第三方验证机构的工作拖拉导致三季度的CDM未能入帐，估计三季度的CDM收入将在四季度获得签发并入帐。
- 全球减排进程处于关键时刻：哥本哈根谈判将决定2012年以后的全球减排进程，目前世界主要国家正在为谈判而博弈。我们认为全球减排的趋势将不可阻挡，谈判将成为公司股价的催化剂。公司的潜在可注册CDM项目体量巨大，是目前获得注册项目的两倍。如果哥本哈根谈判能够获得一致，公司的碳交易将获得巨大发展。
- 中化重组集团的预期依然存在：2007年11月29日公司公告中化集团将成为控股股东巨化集团的战略投资者，中化集团通过注资获得巨化集团51%的股权，中化对巨化集团的重组仍在进行之中。中化和巨化在氟化工的资源和产品上的整合预期依然存在。
- 下调盈利预测，维持“买入-A”评级：由于化工主业的亏损大于预期，我们下调公司2009年的盈利预测至0.21元。2010年全球经济的复苏将推动需求的恢复，我们判断公司的化工主业将扭亏为盈，维持2010年0.65元的预测，维持“买入-A”评级。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
13.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 13.00 元

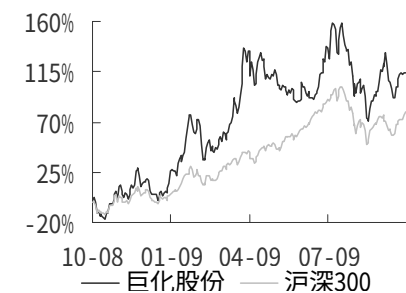
现价： 8.21 元

报告日期：
2009-10-21

市场数据

总市值(百万元)	4,571.33
流通市值(百万元)	4,571.33
总股本(百万股)	556.80
流通股本(百万股)	556.80
12 个月最高/最低	3.16/10.25 元
十大流通股东(%)	60.61%
股东户数	49,081

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.35)	(1.05)	33.77
绝对收益	(8.08)	(5.63)	113.29

研究员

刘军

021-68766167

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn

谭志勇

021-68765172

助理行业分析师

tanzy2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,202.2	5,328.7	5,019.0	6,316.3	6,866.5
Growth(%)	32.1%	2.4%	-5.8%	25.8%	8.7%
净利润	207.3	87.5	115.8	361.3	389.5
Growth(%)	27.2%	-57.8%	32.4%	212.0%	7.8%
毛利率(%)	12.7%	12.2%	9.4%	15.3%	15.5%
净利润率(%)	4.0%	1.6%	2.3%	5.7%	5.7%
每股收益(元)	0.37	0.16	0.21	0.65	0.70
每股净资产(元)	3.57	3.67	3.79	4.41	4.94
市盈率	22.1	52.3	39.5	12.7	11.7
市净率	2.3	2.2	2.2	1.9	1.7
净资产收益率(%)	10.7%	3.9%	5.8%	15.5%	14.9%
ROIC(%)	12.2%	7.1%	6.0%	13.1%	13.0%
EV/EBITDA	9.4	11.4	16.7	7.8	6.8
股息收益率	1.2%	1.2%	0.8%	2.4%	2.6%

前期研究成果

巨化股份：强周期弹性，高安全边际

2009-07-21

巨化股份：CDM 成为利润稳定器

2009-04-15

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-10-20

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,202.2	5,328.7	5,019.0	6,316.3	6,866.5	成长性					
减:营业成本	4,541.7	4,679.5	4,548.8	5,349.4	5,800.0	营业收入增长率	32.1%	2.4%	-5.8%	25.8%	8.7%
营业税费	23.3	21.4	20.1	25.4	27.6	营业利润增长率	23.0%	-64.7%	-61.8%	1615.5%	17.8%
销售费用	80.1	70.6	66.5	83.7	91.0	净利润增长率	27.2%	-57.8%	32.4%	212.0%	7.8%
管理费用	274.5	300.9	283.4	356.6	387.7	EBITDA 增长率	24.4%	-16.3%	-28.8%	112.9%	13.6%
财务费用	108.7	131.0	82.1	88.6	91.0	EBIT 增长率	27.9%	-31.2%	-45.0%	355.5%	15.0%
资产减值损失	17.1	58.9	-4.6	24.1	11.9	NOPLAT 增长率	27.0%	-34.5%	-12.7%	143.6%	7.0%
加:公允价值变动收益	-4.9	-6.2	-	-	-	投资资本增长率	12.1%	4.2%	10.8%	8.3%	6.8%
投资和汇兑收益	16.0	-1.0	-	-	-	净资产增长率	9.2%	2.9%	3.2%	16.3%	12.2%
营业利润	167.9	59.3	22.6	388.4	457.3	利润率					
加:营业外净收支	72.9	55.5	20.0	20.0	20.0	毛利率	12.7%	12.2%	9.4%	15.3%	15.5%
利润总额	240.8	114.7	42.6	408.4	477.3	营业利润率	3.2%	1.1%	0.5%	6.1%	6.7%
减:所得税	28.4	35.5	-79.2	28.1	67.3	净利率	4.0%	1.6%	2.3%	5.7%	5.7%
净利润	207.3	87.5	115.8	361.3	389.5	EBITDA/营业收入	11.5%	9.4%	7.1%	12.0%	12.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	5.3%	3.6%	2.1%	7.6%	8.0%
货币资金	149.0	161.2	98.1	8.2	80.8	运营效率					
交易性金融资产	-	17.3	17.3	17.3	17.3	固定资产周转天数	184	172	174	148	146
应收帐款	122.3	388.6	366.0	460.6	500.7	流动营业资本周转天数	-18	-5	6	6	6
应收票据	180.4	216.7	204.1	256.9	279.3	流动资产周转天数	58	70	82	65	66
预付帐款	171.3	169.6	168.0	166.0	163.9	应收帐款周转天数	6	7	8	7	7
存货	265.6	240.8	234.0	275.2	298.4	存货周转天数	17	18	20	17	17
其他流动资产	0.0	0.4	0.8	1.3	1.8	总资产周转天数	273	282	312	264	262
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	193	203	232	202	200
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	61.1	191.2	191.2	191.2	191.2	ROE	10.7%	3.9%	5.8%	15.5%	14.9%
投资性房地产	18.6	17.7	17.7	17.7	17.7	ROA	5.2%	1.9%	2.7%	7.9%	7.9%
固定资产	2,744.6	2,341.4	2,511.6	2,695.4	2,870.0	ROIC	12.2%	7.1%	6.0%	13.1%	13.0%
在建工程	246.9	327.3	413.6	456.8	478.4	费用率					
无形资产	135.4	151.8	194.4	235.7	275.5	销售费用率	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	10.6	27.2	26.0	25.4	25.1	管理费用率	5.3%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
资产总额	4,105.7	4,251.2	4,442.9	4,807.7	5,200.2	财务费用率	2.1%	2.5%	1.6%	1.4%	1.3%
短期债务	792.5	960.5	1,100.7	1,000.0	1,000.0	三费/营业收入	8.9%	9.4%	8.6%	8.4%	8.3%
应付帐款	253.5	151.6	147.4	173.3	187.9	偿债能力					
应付票据	63.6	210.7	204.8	240.9	261.2	资产负债率	51.6%	51.9%	52.5%	49.0%	47.1%
其他流动负债	88.9	97.1	88.2	76.9	64.7	负债权益比	106.7%	108.0%	110.6%	96.0%	88.9%
长期借款	644.3	490.8	570.8	650.8	730.8	流动比率	0.62	0.71	0.63	0.70	0.79
其他非流动负债	49.5	36.2	29.1	20.1	10.4	速动比率	0.43	0.55	0.47	0.52	0.59
负债总额	2,119.5	2,207.1	2,333.3	2,354.4	2,447.3	利息保障倍数	2.55	1.45	1.28	5.38	6.03
少数股东权益	80.5	93.9	99.4	116.5	135.0	分红指标					
股本	556.8	556.8	556.8	556.8	556.8	DPS(元)	0.10	0.10	0.06	0.19	0.21
留存收益	1,348.9	1,393.3	1,453.4	1,779.9	2,061.1	分红比率	26.9%	63.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,986.3	2,044.0	2,109.6	2,453.3	2,752.8	股息收益率	1.2%	1.2%	0.8%	2.4%	2.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	212.5	79.2	115.8	361.3	389.5	EPS(元)	0.37	0.16	0.21	0.65	0.70
加:折旧和摊销	321.9	310.7	252.0	282.5	314.2	BVPS(元)	3.57	3.67	3.79	4.41	4.94
资产减值准备	7.6	58.9	-4.6	24.1	11.9	PE(X)	22.1	52.3	39.5	12.7	11.7
公允价值变动损失	4.9	6.2	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.2	1.9	1.7
财务费用	73.5	101.5	129.3	82.1	88.6	P/FCF	24.3	401.0	1,317.4	79.6	21.0
投资收益	-16.0	1.0	-	-	-	P/S	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7
少数股东损益	5.2	-8.2	6.1	19.0	20.5	EV/EBITDA	9.4	11.4	16.7	7.8	6.8
营运资金的变动	-147.8	38.5	21.9	-167.9	-81.6	CAGR(%)	21.4%	73.0%	54.8%		
经营活动产生现金流量	453.9	636.2	473.3	607.6	745.5	PEG	1.0	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-550.7	-463.1	-551.0	-551.0	-551.0	ROIC/WACC	1.5	0.9	0.7	1.6	1.6
融资活动产生现金流量	127.0	-185.6	103.3	-217.7	-127.9	REP	1.3	2.1	2.4	1.0	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军,石油与化工行业首席研究员,化工硕士,5年证券研究经历,8年中国石化工作经验,曾获2005年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名,2007年4月加盟安信证券研究中心

谭志勇,石油与化工行业助理研究员,中国人民大学学士,中国人民银行研究生部硕士,2008年7月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁
021-68765237
李国瑞
021-68763872
张勤
021-68763879
马正南
010-66581668
潘琳
0755-82558268
王远洋
0755-82558087

上海联系人
lingjie@essence.com.cn
上海联系人
ligr@essence.com.cn
上海联系人
zhangqin@essence.com.cn
北京联系人
mazn@essence.com.cn
深圳联系人
panlin@essence.com.cn
深圳联系人
wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编: 100034